2026.01.07

채권 브리프

1~3월 국고 쏠림 발생 vs. WGBI 선행 매수

Bond Brief

[채권] 김명실 2122-9206 msbond@imfnsec.com

Check Point

국고 공급부담 연장 vs. 기재부 단기물 발행비중 확대

1~3월 리스크 요인: ①기준금리 인하 기대 약화, ②유사만기 대체자산의 공급 증가, ③WGBI 집행 이후로 연초 수요 이연, ④고환율과 연동된 외국인 선물 매도 지속

WGBI 선반영 매수 기대에 못 미친다면 1~3월 수급시장은 수요보다 공급 우위

국고 공급부담 연장 vs. 기재부 단기물 발행비중 확대

26년 국고채 총 발행한도는 225.7조원(개인투자용 국채 제외)으로 25년 226.2조원과 유사해 올해도 발행시장은 '높은 공급부담의 연장국면'이라고 볼 수 있다. 세부적으로 순증은 25년 112.2조원에서 26년 109.4조원으로 소폭 축소(-2.8조원), 차환은 25년 113.9조원에서 26년 116.2조원으로 소폭 확대(+2.3조원)되었으며 전년에 이어 적자보전용 국채증가도 부담이지만 바이백과 교환 등 시장조성용 국채발행이 늘어난 점도 특징적이다. 시기별 배분은 재정 집행과 만기상환 일정 등이 고려되며 상반기 55~60%, 하반기 40~45%로 배정되었으며, 1분기 발행 비중은 27~30%로 공표됐다. 상반기 발행비중이 지난해 54.7% 대비 높게 편성되어 있어 연초 발행 타이밍(쏠림)은 단기적으로는 1~3월 금리 레벨의 상방 압력이 될 가능성이 높아 보인다. 한편 기재부는 올해 만기별 국고채 발행비중을 단기물(2,3년) 35±5%, 중기물(5,10년) 30±5%, 장기물(20,30,50년) 35±5%로 설정했다. 작년의 만기별 발행 실적이 단기물(2,3년) 31.6%, 중기물(5,10년) 29.8%, 장기물(20,30,50년) 38.6%인 점과 비교해서 단기물 발행비중은 확대, 장기물 발행비중은 축소되었다고 볼 수 있다. 참고로 26년 1월 국고채 발행액은 16조원으로 고시되었으며 작년 1월과 비교해서는 2~3년 구간 발행이 1.8조원 증가해 기재부의 단기물 발행확대 의지가 반영된 것으로 보인다.

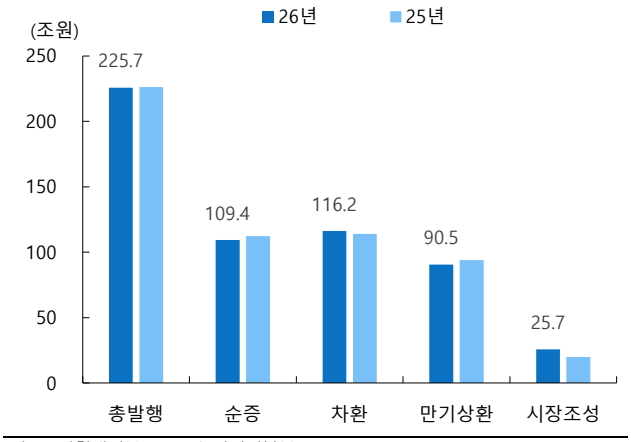
1~3월 리스크 요인: ①기준금리 인하 기대 약화, ②유사만기 대체자산의 공급 증가, ③WGBI 집행 이후로 연초 수요 이연, ④고환율과 연동된 외국인 선물 매도 지속

우선 기재부의 단기물 발행 비중 확대는(1월 및 연간) 연초 재정집행과 차환 물량이 집중되는 환경에서 국고금리 전반의 상방 변동성을 최소화하기 위한 조정일 것이다. 단기물의 경우 MMF, 은행 등 구조적 수요 기반이 타 구간 대비 안정적이기 때문에, 발행 확대 시에도 중/장기금리로의 충격 전이를 제한하는 완충 역할을 수행할 수 있기 때문이다. 단 발행비중 조절(단기물 발행 확대, 장기물 발행 축소를 통해 발행부담 분산) 만으로 국고 금리를 완전하게 컨트롤 하기는 다소 어려울 수 있다는 판단이다. 우선 상반기 한은의 기준금리 인하 기대감 약화가 가장 큰 문제다. 현행 2.50%라는 기준금리 수준이 장기화되거나, 환율 등 기타요인으로 인상 시점이 예상외로 당겨질 수 있다는 우려감 등을 고려할 때 통화정책 기대 변화에 가장 민감하게 반응하는 단기물 금리의 상방위험은 빌행확대와 맞물리며 더 강화될 수 있고 중장기 구간 역시 발행축소와 별개로 약세 압력에 노출될 수 있다. 또한 국고채 이외 준정부채, 통안채, 특수채 등 유사 만기 대체자산의 공급 증가는 해당만기 구간에서 상대가치 부담을 키워 금리 변동성을 확대시키는 요인으로 작용할 수 있다. 특히 올해 지방채, 첨단산업기금채 등 준정부채 발행이 상반기에 몰려서 집행될 수 있어 발행 전략 변화 자체가 금리 안정 요인으로 작용하지 못하는 한계점도 고려해 봐야할 문제다. 추가적으로는 원화약세 현상과 연동되는 외국인의 국채선물 매도 역시 수요측면에서 심리적 불안요인이 될 수 있다. 결국 1~3월 중 연초효과가 나타나며 채권시장은 강세장이 나타나는 것이 일반적이었으나, 이번 케이스의 경우 연물별 배분에서 발행 비중자체가 상반기에 집중되어 있고, WGBI 재료 역시 1~3월 선반영 과열 보다는 실제 집행 이후로 수요 이연이 나타나며 1~3월 수요 공백이 발행할 수 있는 점을 볼 때, 기대보다 연초효과가 크게 발행하지 않을 가능성도 크다는 판단이다.

WGBI 선반영 매수 기대에 못 미친다면 1~3월 수급시장은 수요보다 공급 우위

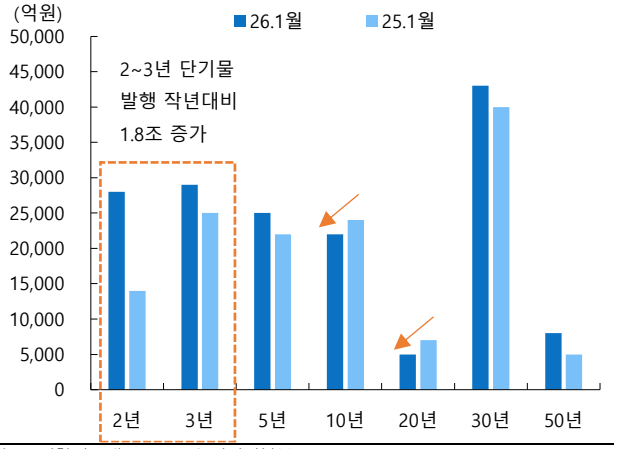
올해 4월부터 약 8개월간 집행되는 WGBI 수혜가 금리 방향성에 미치는 영향은 기존에 없었던 새로운 수요 유입이라는 측면에서 볼 때 '금리레벨 하향'쪽이 당연히 우세하다고 볼 수 있다. 특히 커브로는 중장기(5~10년, 10년 이상) 구간이 글로벌 벤치마크 듀레이션 수요의 직접적 수혜를 받을 가능성이 크다. 다만 해당 요인은 실제 자금 집행이 나타난 이후부터 영향을 미칠 것으로 보이며 26년 당장(1~3월)의 기대효과는 크지 않다는 판단이다. WGBI 편입에 대한 선반영 매수가 제한적으로 나타날 가능성이 있기 때문이다. 지수편입이 26년 4월부터 월별 단계적으로 진행되는 만큼, 패시브 자금은 사전 포지셔닝보다는 리벨런싱 시점에 맞춘 집행 성향이 강할 가능성이 높다. 또한 글로벌 금리가 상당기간 높은 수준을 유지하고 있으며, 환헤지 비용 부담 역시 외국인 입장에서 조기 진입 유인을 약화시키는 요인으로 작용한다. 연초에 국고채 발행 집중, 차환 수요 확대 등으로 공급 부담이 수요 기대를 상쇄하면서 선반영 효과가 금리 레벨에 충분히 반영되지 않을 수도 있다. 이에 따라 오히려 1~3월에는 WGBI 기대가 금리에 선행적으로 크게 반영되기 보다는 4월 이후 실제 편입 진행과정에서 수급효과가 금리에 반영되는 경로가 보다 현실적인 시나리오가 될 것으로 보인다.

그림1. 25~26년 국고채 발행·순증·차환 비교: 25년에 이어 높은 공급 부담의 연장



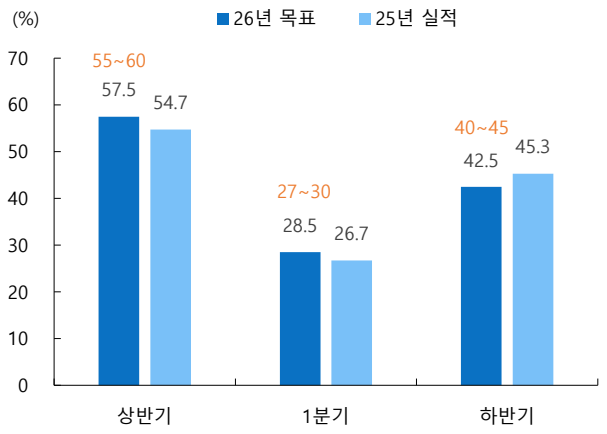
자료: 기획재정부, iM증권 리서치본부

그림2. 25~26년 1월, 만기별 발행금액 비교: 작년 1월대비 2~3년 단기물 발행 1.8조원 증가, 10년 및 20년 발행은 감소



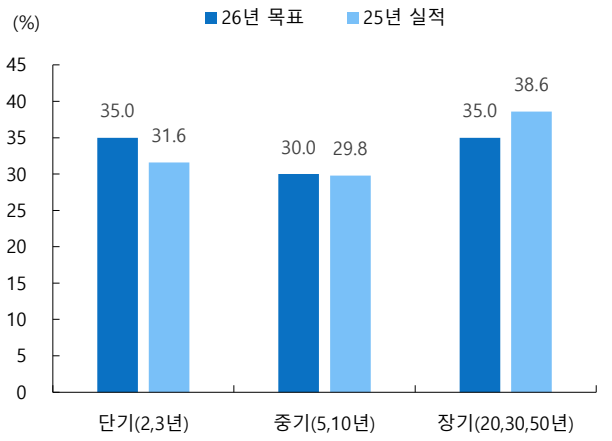
자료: 연합인포맥스, iM증권 리서치본부

그림3. 시기별 배분: 작년 대비 상반기 및 1분기 발행비중 확대



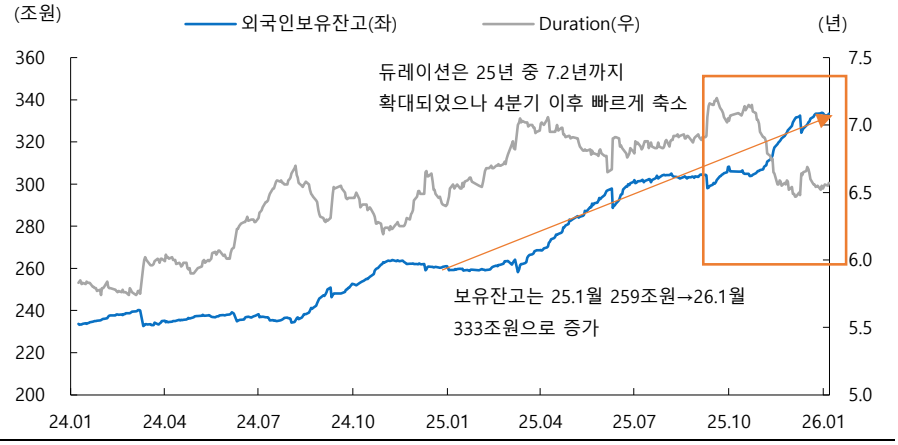
자료: 기획재정부, iM증권 리서치본부
주: 발행비중 범위의 평균값 적용

그림4. 연물별 배분: 작년대비 단기 비중 확대, 중기는 유사, 장기는 축소



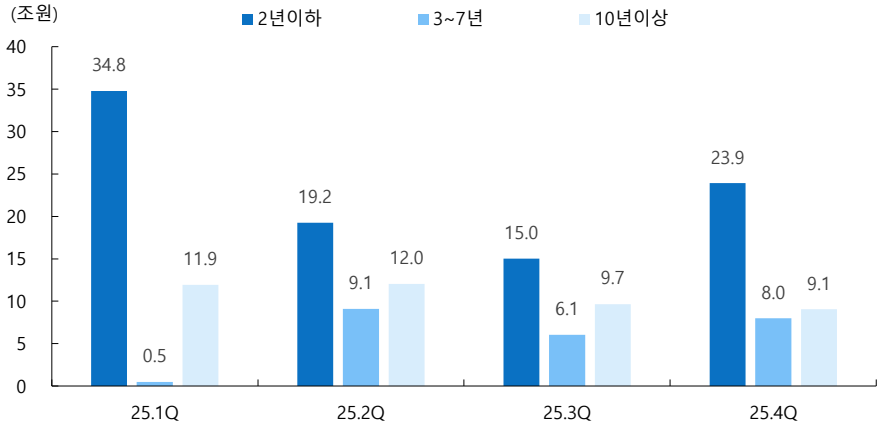
자료: 기획재정부. iM증권 리서치본부
주: 배분 범위는 +/-5%p로 설정

그림5. 외국인 원화채권 보유잔고 및 듀레이션 추이: 보유잔고는 25년 꾸준히 증가. 듀레이션은 25년 중 7.2년까지 확대되었으나 4분기 이후 빠르게 축소되며 26.1월 현재 6.5년 유지→WGBI 선행매수 발생했다면 중장기 자금위주로 유입되어 듀레이션 확대되었을 것



자료: 연합인포맥스, iM증권 리서치본부

그림6. 외국인 원화채권 만기별 순매수: WGBI 주 매입 대상인 장기, 초장기 채권 매수에서 특이점 발생하지 않았음. 10년 이상 구간은 4분기 소폭 감소→WGBI 선행매수 부재 근거



자료: 기획재정부, iM증권 리서치본부

Compliance notice

· 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
· 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김명실)
본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.